

Jonas Eriksson och Henrik Sikström*

Förstärkt finansmarknadstillsyn i EU

Insikter från litteraturen

Sammanfattning

Den senaste finanskrisen visade med önskvärd tydlighet att tillsynen av EU:s finansmarknad inte hade hängit med i utvecklingen. Det har lett till att det nu finns ett förslag till förstärkt tillsynsstruktur i EU. Mot bakgrund av att forskningen om finansmarknadstillsyn i flera avseenden är i sin linda, vill vi med den här analysen gå igenom vad den akademiska litteraturen har att säga om tillsyn av finansmarknader i allmänhet och förslaget om förstärkt tillsyn av EU:s gemensamma finansmarknad i synnerhet. En slutsats som dras är att de stora skillnaderna i de nationella tillsynsstrukturerna kan leda till vissa problem i det uppgraderade systemet för övervakning av bank-, försäkrings- och värdepappersmarknaderna, medan den nyinrättade Europeiska systemrisknämnden i förlängningen kan få konsekvenser som i värsta fall underminerar Europeiska centralbankens oberoende.

Introduktion

Den senaste finanskrisen uppstod till följd av en rad samverkande faktorer mellan den finansiella och reala ekonomin. En viktig förklaring till krisens snabba och omfattande spridning var utvecklingen på kreditmarknaden, där finansiella innovationer – som värdepapperisering och strukturerade produkter¹ – hade förenklat handeln med kreditrisk. Det stora problemet med de här innovationerna var att de med tiden blev så komplexa och icke-transparenta att det till slut var omöjligt för marknadens aktörer att göra korrekta riskbedömningar. Det visade sig också att flera institut var exponerade både mot varandra och mot samma risker. Det som började som betalningssvårigheter på den amerikanska bolånemarknaden, efter stigande räntor och fallande fastighetspriser, spred sig snabbt till att bli en mycket djup förtroendekris i hela det finansiella systemet.

En slutsats som har dragits av krisen är att den befintliga regleringen och tillsynen av finansmarknaderna har varit otillräcklig. Systemet kunde inte stävja det överdrivna risktagandet hos branschens aktörer under

högkonjunktursens uppgångsfas, lika litet som det kunde förhindra den negativa spiral som förstärktes av branschens flockbeteende under krisens nedgångsfas (Riksbanken, 2009). En av de viktigare insikterna är att det har saknats en tydlig länk mellan gränsöverskridande och nationell tillsyn. Tillsynsmyndigheterna har fokuserat på enskilda finansiella institut och negligerat systemriskerna. På EU-nivån saknas idag också regler för ansvarsfördelning i de fall då banker som härstammar från ett medlemsland upprättar filialer i andra medlemsländer. Ett problem i anslutning till detta är avsaknaden av ett globalt arrangemang för krishantering, i synnerhet när det gäller att fördela bördan mellan länder – det vill säga att identifiera vem eller vilka som ska betala notan (McCarthy, 2009).

Händelseutvecklingen gjorde att det uppstod ett reformtryck och att flera gemensamma initiativ togs både i EU och på den globala nivån. Framför allt har en samsyn vuxit fram om behovet av att övervaka det finansiella systemets stabilitet. En av de mer omfattande reformer som inleddes i krisens kölvatten var förslaget till

* Författarna är utredare i nationalekonomi vid Svenska institutet för europapolitiska studier.

¹ En strukturerad produkt är ett värdepapper som oftast består av två typer av finansiella instrument där den vanligaste kombinationen är aktier och obligationer.

förstärkt tillsyn av EU:s gemensamma finansmarknad, vilket är i fokus i denna artikel. Vi försöker här sammanställa senare års forskning om finansmarknadstillsyn i allmänhet och om förslaget till övervakning av EU:s finansmarknad i synnerhet.

Vi kan inledningsvis konstatera att vi rör oss inom ett område som ännu är förhållandevis obeforskat. I och med att EU är ett unikt system uppstår också svåra institutionella frågor, i synnerhet när det gäller inrättandet av det organ som ska ansvara för övervakningen av systemriskerna på EU:s finansmarknad. Medlemsstaternas centralbanker spelar till exempel rollen som *lender of last resort* (se nedan), något som den Europeiska centralbanken (ECB)² inte gör idag. Centraliseringsdiskussionerna i EU försvåras också av de politiska hänsynstaganden som måste göras, eftersom formerna för ansvarsutkrävande är otydligare och mer komplexa. Det innebär att det inte är alldeles oproblematiskt att applicera befintliga tillsynsmodeller på EU-nivån. Det här är en viktig reservation eftersom den tydligt avspglas i den akademiska litteraturen.

Utvecklingen av EU:s finansmarknad och tillsynens roll

Finanssektorns betydelse för samhällsekonomin är avgörande och fyller tre övergripande funktioner: att säkra kreditförsörjningen genom att förmedla lån mellan sparare och investerare/konsumenter; att möjliggöra och förmedla betalningar; samt att sprida och begränsa risker. För att garantera finanssystemets stabilitet finns ett antal instrument som är särskilt viktiga. Dels finns insättningsgarantier som skyddar sparare från förluster om banker fallerar och dels fyller centralbankerna funktionen som *lender of last resort*, med vilket avses att de har till uppgift att rädda systemviktiga banker. Det ger emellertid banker incitament att ta större risker, eftersom de kan förvänta sig stöd i en konkurssituation. När det finns incitament att exponera sig mot större risker

än vad som är önskvärt brukar det benämnas *moral hazard* ("moralisk risk"). Ett annat viktigt instrument är kapitaltäckningskravet, som innebär att bankerna måste hålla kapital som motsvarar en viss andel av deras totala riskexponering (Pettersson, 2009).

Senare års utveckling på finansmarknaderna har inneburit framför allt två saker: för det första bedriver allt fler (och allt större) aktörer mer än en typ av verksamhet. Exempelvis håller flera stora banker på med både bank-, försäkrings- och värdepappersverksamhet. För det andra är finansmarknadernas aktörer – oavsett geografisk placering – sammanlänkade med varandra på ett helt annat sätt än tidigare. Det innebär att de ofta är exponerade både mot varandra och mot samma risker. Följden av denna utveckling är att ett problem på en marknad, eller till och med i ett fåtal institut, kan sprida sig och hota hela det finansiella systemets stabilitet. Inom nationalekonomisk teori talar man i dylika fall om negativa externa effekter, vilka motverkas ("internaliseras") genom finansmarknadsreglering.

Finansmarknadstillsyn handlar enkelt uttryckt om att övervaka både enskilda finansiella institut och finanssektorn som helhet, så att de lagar, regler och standarder som styr den finansiella sektorn efterlevs. Det görs bland annat genom att tillsynsansvariga myndigheter meddelar föreskrifter, licensierar finansiella institut och vidtar olika tvångsåtgärder (Pettersson, 2009; och Hardy, 2009). Således är tillsyn och reglering två sidor av samma mynt och står i ett ömsesidigt beroende av varandra.

En viktig distinktion är den mellan mikro- och makrotillsyn.³ Med makrotillsyn menas övervakningen av varje enskilt finansiellt institut, där syftet är att förebygga risk på institutnivå. I makrotillsynen ser man istället till den totala risken i hela systemet (både mikro- och makrotillsyn kan med andra ord finnas både på nationell och på EU-nivå). Poängen är att det finansiella systemets

TABELL 1 MÅL MED MIKRO- OCH MAKROTILLSYN

	Mikrotillsyn	Makrotillsyn
Omedelbar målsättning	Att begränsa risker i individuella institut	Att begränsa den systemrisk som uppstår i finanssektorn till följd av den makroekonomiska utvecklingen
Långsiktig målsättning	Att säkra konsument- och användarskyddet	Att undvika korrelerade negativa chocker som kan hota systemets stabilitet och leda till produktionskostnader

Källa: Europeiska kommissionen (2009b)

² En ordlista med de akronymer som används i finns efter referenserna i denna artikel.

³ I den engelskspråkiga litteraturen talar man om *microprudential* respektive *macroprudential supervision*. I Europeiska kommissionens förslag till förstärkt europeisk tillsyn översätts begreppen till mikro- respektive makroprudentiell tillsyn. Eftersom tillägget "prudentiell" i dess svenska betydelse knappast ökar förklaringsgraden, har vi här istället valt att använda begreppen mikrotillsyn och makrotillsyn.

stabilitet kan vara hotat trots att enskilda institut kan verka stabila, exempelvis för att flera institut är exponerade mot samma risk (se Riksbanken 2009).

Europeisk finansmarknadstillsyn och reglering: en komplex struktur med flera lager

Tillsyn och reglering av finanssektorns verksamhet i EU sker idag i huvudsak på nationell nivå. När det gäller bankerna ansvarar varje lands myndigheter för tillsynen av institut och bankgrupper som har sin tillhörighet i det egna landet. Myndigheterna är också ansvariga för tillsynen av fristående dotterbolag som verkar i den egna medlemsstaten men vars moderbolag är hemmahörande i en annan medlemsstat. Flera myndigheter har åtagit sig att samarbeta med sina motsvarigheter i andra länder, något som antingen regleras i nationell lagstiftning eller i myndigheternas instruktioner.

Utöver de nationella institutionerna finns en komplex struktur i flera lager som syftar till att underlätta det gränsöverskridande samarbetet. Viktiga inslag är ett antal tillsynskollegier och bilaterala och multilaterala samförståndsavtal (*Memorandum of Understanding*, MoU) för försäkringsbolag och bankers gränsöverskridande verksamhet. Samförståndsavtalen förbinder ofta myndigheterna att utbyta information och konsultera varandra när tvingande åtgärder ska verkställas. Flera länder, exempelvis de skandinaviska och Benelux-länderna, har upprättat både tillsynskollegier och särskilda samförståndsavtal för att hantera regionalt systemviktiga banker.

Det viktigaste lagret över den nationella strukturen på EU:s finansmarknad är emellertid den så kallade Lamfalussyprocessen, som består av fyra nivåer. Nivå 1 rymmer den ramverkslagstiftning som etablerar grundläggande principer och definierar genomförandekompetens. Nivå 2 är nivån för genomförandeåtgärder, där de tekniska detaljerna antas av Europeiska kommissionen efter det att en nivå-2-kommitté har röstat i frågan. På nivå 3 har tre tillsynskommittéer – så kallade 3L3-kommittéer – etablerats för bank-, försäkrings- respektive värdepapperssektorerna.⁴ Det är dessa kommittéer som nu ska uppgraderas till att bli tillsynsmyndigheter för mikrotillsyn. På Nivå 4 verkar sedan kommissionen för att EU:s lagstiftning ska införlivas i den nationella lagstiftningen.

Utöver den struktur som har etablerats inom ramen för Lamfalussyprocessen finns ytterligare ett antal aspekter som förtjänar att nämnas. Dels finns förordningar och direktiv att ta hänsyn till, dels diskuterar ministerrådet finansmarknadspolitiska frågor och kan anta slutsatser

som bestämmer den framtida dagordningen. Finansmarknaden påverkas också av andra aktörer, som till exempel Baselkommittén för banktillsyn, International Association of Insurance Supervisors (IAIS) och International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

Mot bakgrund av den senaste finanskrisen pekar Hardy (2009) på problemen med att förlita sig på kommittéer och enhällighet i beslutsfattandet, i synnerhet när innovationstakten på finansmarknaden ökar, eftersom stora kommittéer medför att beslutsfattandet blir trögare. Den akademiska litteraturen varnar också för risken att kommittébeslut är suboptimala, exempelvis för att konsensus ofta söks genom hänsynstagande till för många aspekter, vilket leder till ytterligare regelbörda istället för bättre finansmarknadsintegrering (se Gerling *et al.*, 2005). Risken är således att överenskommelser i kommittéer gynnar befintliga intressen, snarare än att maximera välfärden på EU-nivån.

Ett annat problem är att regelverkets komplexitet ger nationella myndigheter en viss frihet att tillämpa reglerna på ett sätt som gynnar nationella intressen, exempelvis genom att vara långsamma med att kommunicera information till sina motsvarigheter i andra medlemsstater. Decentraliseringskostnaderna ökar dessutom när finansinstitut och finansmarknader integreras, eftersom de nationella tillsynsmyndigheterna inte längre klarar av att övervaka de gränsöverskridande aktörernas verksamhet. Ett tänkbart resultat av de här problemen är att finansmarknadens aktörer antingen undviker etablering på andra medlemsstaters marknader för att slippa kostnaden av ytterligare regelbörda; eller att de helt enkelt ägnar sig åt rent regelarbitrage.⁵

Hardy (2009) påpekar att det trots allt finns vissa positiva drag i det befintliga systemet. Både medlemsstaternas regeringar och de respektive myndigheterna är medvetna om att de måste samarbeta på obestämd tid. Det leder till vad som i spelteoretiska termer kallas ett "upprepat spel" (*repeated game*) utan möjlighet till "utträde" (*exit*). Det är i en sådan situation rationellt att söka samförståndslösningar och bygga upp ett gott rykte gentemot övriga aktörer, eftersom alla vet att de måste förhandla med samma motparter ett obegränsat antal gånger.

Hardy (2009) noterar samtidigt att medan resonemanget ovan är giltigt i tider av normalitet kan det sättas ur spel i tider av kris. Schoenmaker (2009) menar till och med att vi har bevittnat en "inkonsistent finanstrio" (*financial trilemma*),⁶ det vill säga att internationell finansmarknadsintegrering, finansiell stabilitet och autonom

⁴ Syftet med 3L3-kommittéerna är att främja integreringen av EU:s finansmarknad. De består av tjänstemän från nationella tillsynsmyndigheter som ger kommissionen och nivå-2-kommittéerna tekniska råd om förslag till genomförandeåtgärder och ramverkslagstiftning, samt verkar för enhetlig implementering av EU-lagstiftningen genom att utfärda riktlinjer och granska konvergensen mellan medlemsstaternas regel- och tillsynspraxis.

⁵ Med regelarbitrage menas att skillnader mellan regler på olika marknader utnyttjas för egen vinning, exempelvis kan risker i en koncern flyttas till ett bolag där regleringen är mer fördelaktig (Riksbanken, 2009).

⁶ Begreppet alluderar på den "inkonsistenta trion" mellan a) fria kapital- och valutarörelser, b) låst växelkurs och c) autonom finanspolitik.

nationell finansmarknadspolitik är oförenliga storheter. Oavsett om Schoenmakers tes håller eller ej, tycks tre aspekter ha vunnit acceptans på den internationella nivån: för det första att omfattningen av den gränsöverskridande regleringen måste öka; för det andra att det finns ett behov av att etablera mekanismer för effektiva, ändamålsenliga och koordinerade tillsynsåtgärder (Sacasa, 2008); och för det tredje att den senaste finanskrisen visade att beaktandet av systemrisker hade fått alldeles för lite uppmärksamhet (se exempelvis Riksbanken, 2009; och Financial Times, 2009). Den senare aspekten har betydelse för diskussionen om tillsynen av EU:s finansmarknad, något vi återkommer till i avsnittet om den nya Europeiska systemrisknämnden.

Förstärkt finansmarknadstillsyn i EU

Europeiska kommissionen tillsatte i oktober 2008 en högnivåexpertgrupp under den före detta direktören för Internationella valutafonden (IMF), Jacques de Larosière, med uppdraget att rekommendera åtgärder för reglering och tillsyn av finansmarknaderna. De Larosièregruppen publicerade sin rapport i februari 2009 och kommissionen presenterade sitt förslag till nytt tillsynspaket i maj samma år (Europeiska kommissionen 2009a). I kommissionens förslag, som i huvudsak följer högnivåexpertgruppens rekommendationer, etableras en tvådelad struktur.

Makrotillsynen centreras kring det Europeiska systemrisknämnden (ESRB), och mikrotillsynen utformas inom ramen för ett Europeiskt system för finansiell tillsyn (ESFS) (se Figur 1 på nästa sida). ESFS består av en styrkommitté, tre Europeiska tillsynsmyndigheter (ESA) och ett nätverk av nationella tillsynsmyndigheter. Medan mikrotillsynen huvudsakligen är en förstärkning av den struktur som etablerades i och med Lamfalussy-processen (se nedan), innebär inrättandet av ESRB en innovation som saknar tidigare motsvarighet.

Som framgår av Figur 1 består ESFS av tre lager. Längst ned finner vi de nationella tillsynsstrukturerna. Det rör sig om närmare 50 myndigheter i EU27, med väsentliga skillnader i såväl styrningsarrangemang och tillsynskulturer som i regelramverk (se nedan). Ovanför nätverket av nationella myndigheter har vi de tre överstatliga ESA, som alltså bygger på 3L3-kommittéerna.⁷ Deras självförklarande namn anger vilka sektorer de kommer att övervaka: Europeiska bankmyndigheten (EBA), Europeiska försäkrings- och tjänstepensions-

myndigheten (EIOPA) och Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (ESMA). Myndigheterna finansieras av såväl EU:s budget som av medlemsstaterna.

ESA ska vara politiskt och budgetmässigt oberoende och vara ansvariga inför EU:s institutioner. De ska följa höga krav på transparens och hålla kontakt med alla berörda parter, särskilt konsumenter. ESA:s viktigaste uppgifter blir att utveckla tekniska standarder och verka för enhetlig tillämpning av EU:s lagstiftning; att ingripa när regelverket inte följs; att lösa konflikter mellan tillsynsmyndigheter där EU:s lagstiftning kräver samarbete; och att agera i krissituationer när den finansiella stabiliteten hotas. De ska även etablera en central europeisk databas med aggregerad information om europeiska finansinstitut. Tillsynen av enskilda institut ligger kvar på nationell nivå (se Europeiska kommissionen 2009b; 2009c; och 2009d).⁸

Det nyinrättade ESRB ska, "[m]ed tanke på att dess uppdrag är så omfattande och känsligt, inte utformas som ett organ med status som juridisk person och rättsligt bindande befogenheter utan som ett organ vars legitimitet vilar på dess goda anseende till följd av självständiga ställningstaganden, analyser av hög kvalitet och skärpan i dess slutsatser" (Europeiska kommissionen 2009e; s. 4). Det politiska oberoendet stärks av att ESRB finansieras inom ramen för ECB:s budget. Styrelsen i ESRB leds av ECB:s ordförande och består därutöver av ECB:s vice ordförande, de 27 centralbankscheferna, samt en representant från kommissionen och de tre ESA-ordförandena.⁹ Därutöver kommer representanter för de nationella finansinspektionerna och ordföranden i Ekonomiska och finansiella kommittén (EFK) att sitta som observatörer. Sammanlagt rör det sig om ett 50-tal personer (Ekofin, 2010).

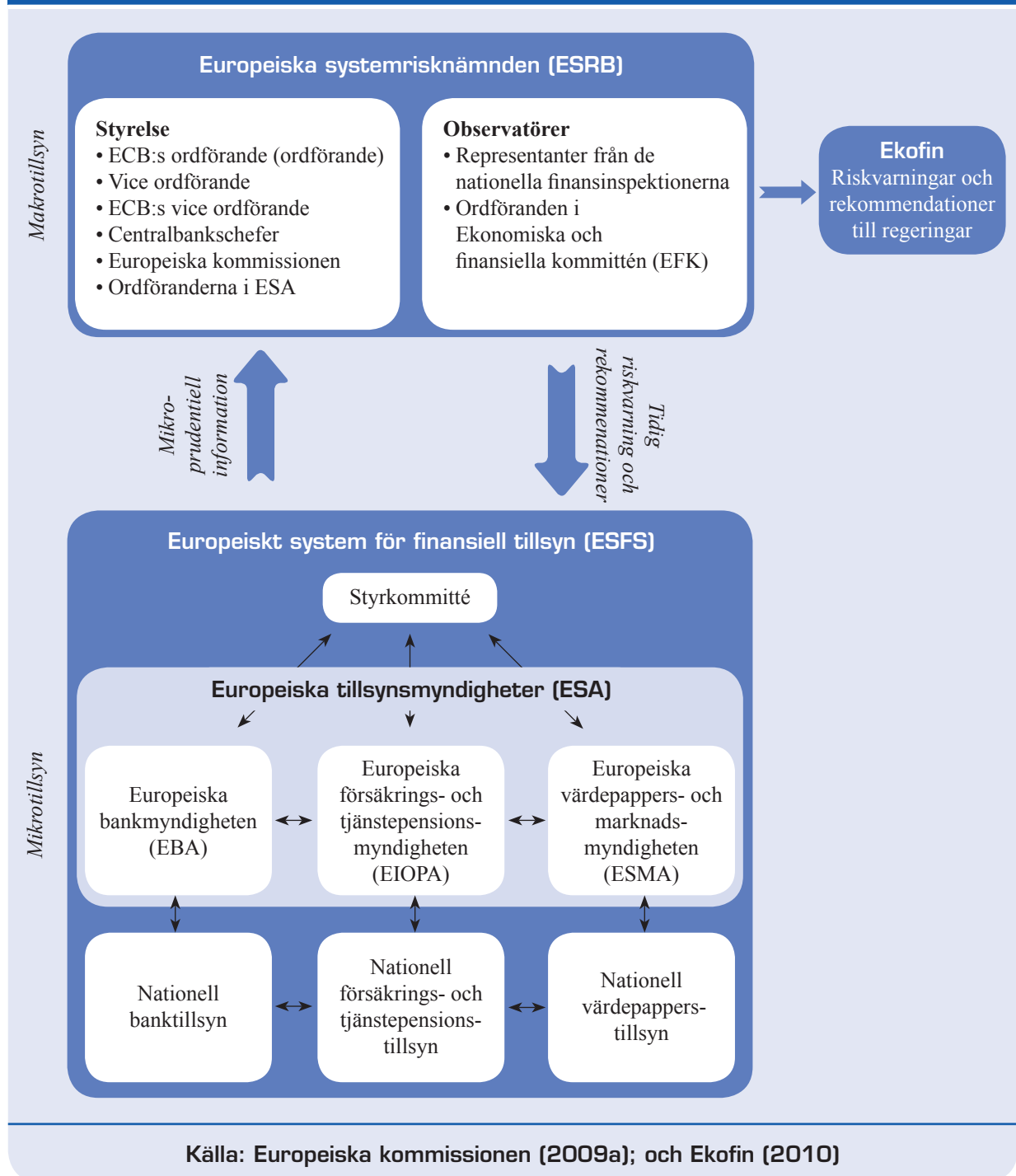
ESRB:s huvudsakliga uppgift är att upptäcka systemrisker och man får, för att motverka sådana, utfärda riskvarningar och rekommendationer om åtgärder. Dessa rekommendationer kan rikta sig till hela eller delar av ESFS, hela gemenskapen, eller en eller flera medlemsstater. Som framgår av Figur 1 ska informationen mellan ESRB och ESFS vara dubbelriktad. ESRB begär ut information från ESFS och de varningar och rekommendationer som utfärdas av ESRB ska lämnas till Ekofin och (i tillsynsfrågor) till den berörda europeiska tillsynsmyndigheten.

⁷ Europeiska banktillsynskommittén (CEBS), Kommittén för europeiska myndigheter med tillsyn över försäkringar och tjänstepensioner (CEIOPS) och Europeiska värdepapperstillsynskommittén (CESR).

⁸ Även om myndigheterna får större befogenheter och fler uppgifter än 3L3-kommittéerna, kvarstår vissa frågetecken om myndigheternas räckvidd. Beslut fattade av de tre ESA bör "inte på något sätt [...] påverka medlemsstaternas statsfinansiella åtaganden" (Europeiska rådet, 2009; s. 8). Detta förstärktes ytterligare vid Ekofinrådets möte i december 2009, då Storbritannien förhandlade fram särskilda garantier som innebär att ett medlemsland, om det anser att ett beslut har statsfinansiella konsekvenser, kan suspendera ESA-beslutet genom att överklaga det till Ekofinrådet. En enkel majoritet om minst 14 medlemsstater kan därefter häva beslutet. Om medlemsstaten ifråga röstar ned kan överklagan skickas vidare till Europeiska rådet.

⁹ En styrkommitté – som består av ESRB:s ordförande och vice ordförande, ECB:s allmänna råd, ordförandena i de tre ESA samt en representant från kommissionen – ska bistå styrelsen i beslutsprocessen.

FIGUR 1 MIKRO- OCH MAKROTILLSYN I EU



Samordningen av mikrotillsynen i EU27¹⁰

Även om mycket av arbetet återstår när det gäller att definiera och förtydliga arrangemang och befogenheter – och kanske än viktigare, att förslaget ska antas av Europaparlamentet – står det klart att de nationella tillsynsmyndigheterna går in i ett system med flera huvudmän och flera intressenter. Det innebär att alla berörda aktörer är i behov av en struktur som är anpassad för att tillsynen på EU-nivån ska vara både operationell, effektiv och ändamålsenlig.

Under de senaste åren har tillsynslandskapet i EU27 förändrats i grunden och flera medlemsstater har definierat om ansvarsrollerna. Så sent som i mitten av 1990-talet fokuserade tillsynen framför allt på banksystemet. Utvecklingen på finansmarknaden har sedan dess inneburit att försäkringar, värdepapper och pensionsfonder har blivit allt viktigare. Det har i sin tur lett till att tillsynen har fokuserat på allt fler finansiella aktörer, samtidigt som investerarskyddets betydelse

¹⁰ Texten i denna sektion bygger i stor utsträckning på Masciandaro, Nieto och Quintyn (2009).

har vuxit (se Goodhart, 2007; och Masciandaro och Quintyn, 2009). Ett resultat av dessa förändringar är att heterogeniteten i medlemsstaternas finansiella tillsynsstrukturer har ökat.

Det finns framför allt tre teoretiska modeller för tillsyn som är relevanta idag: a) den vertikala, sektorsbaserade silomodellen; b) den konsoliderade, enhetliga modellen; och c) den horisontella, målbaserade modellen. Därutöver finns även olika kombinationer av dessa tre stiliserade modeller.

Silomodellen, med separat tillsyn för bank-, värdepappers-, respektive försäkringsbranscherna, dominerade både i EU och globalt till för några år sedan – och används fortfarande i ett antal EU-länder. Sedan ett antal år tillbaka går dock trenden mot att placera hela tillsynsansvaret hos en enskild myndighet (den enhetliga modellen). Förklaringen är att banker och finansiella institut i allt större utsträckning sysslar med både till exempel bank- och försäkringsverksamhet. I vissa länder har tillsynen också separerats från den nationella centralbanken, medan andra länder har valt att lägga hela tillsynsansvaret på centralbanken. I den målbaserade modellen, slutligen, fokuserar man på de offentliga mål som har ställts upp i finansmarknadsregleringen. I praktiken innebär det att det finns två ledande instanser, där den ena ansvarar för stabilitetsfrågor och den andra för uppförandefrågor (kontroll av företagsetiska regler). Inom EU är det endast Nederländerna som använder en renodlad målbaserad modell.¹¹

Som framgår av Tabell 2 på nästa sida skiljer sig EU-länderna åt i termer av de roller som tillsynsmyndigheter, centralbanker och finansdepartement spelar i systemet. Även mål och uppdrag för tillsynsmyndigheterna varierar, bland annat när det gäller målsättningar för sparar-, investerar- och borgenärsskydd samt finansmarknadens stabilitet och funktionssätt. Olika spänner således från medlemsstater som har en enhetlig tillsynsmyndighet till länder som har ett stort antal fragmenterade och sektorsbaserade myndigheter.

Ingen optimal modell

Flera författare har hävdad att det varken finns en optimal tillsynsstruktur som är överlägsen alla andra eller att det finns övertygande teoretiska argument till förmån för någon enskild modell (Abrams och Taylor, 2002; Schoenmaker, 2003; Fleming, Lewellyn och Carmichael, 2004; Quintyn, Ramirez och Taylor, 2006; Arnone och Gambini, 2007; och Cihák och Podpiera, 2007).

Som nämnts ovan går trenden idag mot en konsolidering av finansmarknadstillsynen, det vill säga att en enskild myndighet får tillsynsansvaret (som till exempel Finansinspektionen i Sverige). Ett argument som talar för att förlita sig på en enda myndighet är att det uppstår stordriftsfördelar, bland annat för att en enskild

myndighet lättare kan övervaka institut som agerar i flera sektorer. Även den internationella tillsynssamordningen förenklas av att det inte uppstår koordineringsfrågor mellan flera nationella myndigheter. Den enskilda aktören kan därtill bättre hantera eventuella målkonflikter i tillsynen och har en större regleringsflexibilitet (Wall och Eisenbeis, 2000; Abrams och Taylor, 2002; de Luna Martinez och Rose, 2003; Llewellyn, 2005; Cihák och Podpiera, 2007; och Herring och Carmassi, 2008).

Å andra sidan kan ett system med en enskild tillsynsmyndighet innebära byråkratiska problem om institutionen blir för stor, med bristande effektivitet i såväl resursallokering som övervakningskapacitet som följd. Det kan vidare innebära att man förlorar möjligheten till en diversifierad tillsyn och den enhetliga tillsynsstrukturen kan dessutom visa sig vara mindre flexibel när det finns osäkerhet kring vad som skulle vara optimal reglering. Den senare aspekten antyder att det snarare skulle uppstå regleringsrigiditet (Abrams och Taylor, 2002; Kahn och Santos, 2005; Llewellyn, 2005; Cihák och Podpiera, 2007; och Herring och Carmassi, 2008).

När det gäller relationerna till det politiska systemet har det påpekats att ansvarsutkrävande och transparens ökar med enhetliga myndigheter eftersom det är lättare för politiker, konsumenter och företag att förstå myndighetens policy. Det är samtidigt svårare för större banker som verkar inom olika sektorer att syssla med regelarbitrage och den enhetliga tillsynsstrukturen leder sannolikt också till lägre regleringskostnader eftersom de övervakade företagen ställs inför en enda aktör (Briault, 1999; Abrams och Taylor, 2002; Llewellyn, 2005; Cihák och Podpiera, 2007; och Herring och Carmassi, 2008).

Även om ansvarsutkrävandet förbättras i den enhetliga strukturen kan det samtidigt, som nämndes ovan, leda till en stor byråkrati med överdriven regleringsmakt. Den enskilda myndigheten representerar ett "tillsynsmonopol", medan flera myndigheter kan konkurrera med varandra och åstadkomma en högre policykvalitet (Kane 1996; Kahn och Santos, 2001; Cihák och Podpiera, 2007; och Herring och Carmassi, 2008).¹²

Konvergens i medlemsstaternas finansmarknadstillsyn?

Alldeles oavsett svårigheten att kora en vinnare bland de olika tillsynsmodellerna, kan skillnaderna i tillsynsstrukturer i EU:s medlemsstater leda till vissa koordineringsproblem i det nya ESFS. Framför allt finns det farhågor om att det kan bli svårt att samordna nationellt skilda strukturer och kulturer å ena sidan och ESA å den andra. Utgångspunkten för resonemanget är argumentet att en ändamålsenlig tillsyn förutsätter både oberoende, ansvarsutkrävande och transparens (se Quintyn och Taylor, 2003 och 2007; Hüpkens, Quintyn, och Taylor,

¹¹ Förutom Nederländerna använder även Australien den målbaserade modellen.

¹² En relaterad diskussion gäller centralbankens inblandning i tillsynen och även där erbjuder litteraturen argument både för och emot. Vi återkommer till denna diskussion när vi går igenom debatten om ECB:s roll i den nya europeiska tillsynsstrukturen.

TABELL 2 TILLSYNSSTRUKTURER I EU

Land	Tillsynsstruktur			Central- banken direkt involverad	Huvudsakliga uppgifter/områden för tillsynsmyndigheten							
	Sektorsmodell (silomodellen)	Målbaserad modell	Enskild myndighet		Banktillsyn	Pensions- fondstillsyn	Försäkrings- tillsyn	Värdepappers- tillsyn	Stabilitet	Uppförande- frågor	Konsument- och insättarskydd	Marknads- konkurrens
Belgien			✓		✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓
Bulgarien	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Cypern	✓			✓	✓		✓	✓	✓		✓	
Danmark			✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Estland			✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Finland	✓				✓	✓		✓	✓	✓	✓	
Frankrike	✓				✓	✓		✓	✓		✓	
Grekland	✓			✓	✓	✓		✓	✓	✓		
Irland			✓		✓	✓		✓	✓			✓
Italien	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Lettland			✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Litauen	✓			✓	✓	✓		✓	✓		✓	✓
Luxemburg	✓				✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Malta			✓		✓	✓		✓		✓	✓	✓
Nederländerna		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Polen			✓		✓	✓	✓	✓	✓			
Portugal	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Rumänien	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓			
Slovakien			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Slovenien	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Spanien	✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Storbritannien			✓		✓	✓		✓	✓		✓	
Sverige			✓		✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Tjeckien			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓
Tyskland			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
Ungern			✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Österrike			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

Källa: Hardy (2009)

2005; och Quintyn, 2007). Arrangemangen för ansvarsutkrävande måste också vara mer komplexa än för en centralbank, eftersom tillsynsmyndigheterna har ett större antal och svåråtkämpliga mål att fylla, består av ett flertal huvudmän och har långtgående befogenheter i kombination med immunitet.

Masciandaro, Nieto och Quintyn (2009) analyserar graden av ansvarsutkrävande och oberoende i myndigheternas verksamhet och institutionella arrangemang och undersöker om det finns konvergens mellan de nationella tillsynsstrukturerna. Oberoendet mäts institutionellt, budgetärt och operationellt, medan ansvarsutkrävandet mäts utifrån det politiska och det juridiska ansvarsutkrävandet samt graden av öppenhet i myndigheternas verksamhet. Författarna menar att det över tid går att skönja en svag konvergens i utformningen av EU-ländernas tillsynsstrukturer, exempelvis i fråga om tillsynsmyndigheternas oberoende.

Däremot finner de ingen konvergens när det gäller ansvarsutkrävandet. När tillsynen helt eller delvis är en centralbankskompetens finns det ofta en hög grad av både institutionellt och budgetärt oberoende men mycket lägre grad av transparens och juridiskt ansvarsutkrävande. Omvänt uppvisar tillsynsmyndigheter som är separerade från centralbanken en lägre grad av oberoende men högre grad av ansvarsutkrävande. På en mer detaljerad nivå finner författarna stora skillnader mellan medlemsstaterna, bland annat när det gäller juridiskt skydd för de högst ansvariga ämbetsmännen och politisk representation i myndigheternas styrelser.

Implikationer för ESFS

I ESFS-kontexten är de ovan nämnda skillnaderna sannolikt viktiga, eftersom styrningsstrukturen bör främja förutsägbarhet och ordning i både de europeiska och de nationella myndigheterna, liksom mellan myndigheterna och deras huvudmän. Styrningsstrukturen bör även minska konfliktgraden mellan de nationella och europeiska myndigheterna, så att arbets- och maktfördelningen mellan de olika lagren i ESFS leder till ett resultat som är optimalt utifrån ett samhällsperspektiv. Det är därför nödvändigt att harmonisera styrningsstrukturerna ytterligare så att de nationella och europeiska strukturerna anpassas till varandra.

Masciandaro, Nieto och Quintyn (2009) menar att de nationella skillnaderna i värsta fall kan hota systemets funktion. Anledningen är att svagheter i vissa medlemsstaters finansmarknadstillsyn skulle kunna ge upphov till att förtroendet undergrävs mellan de olika nationella myndigheterna – och mellan de nationella och europeiska myndigheterna – avseende såväl informationsinsamlarkapacitet som interventionsmakt. En aspekt av den diskussionen är frågan om ESA:s framtida mandat visavi de nationella tillsynsmyndigheterna och deras förmåga att driva fram en harmonisering.

Den kritik mot stora kommittéer som Hardy (2009) fångar upp är sannolikt fortfarande giltig. Även om 3L3-kommittéerna uppgraderas till Europeiska tillsynsmyndigheter, med större maktbefogenheter och beslutsfattande med kvalificerad majoritet, kommer samtliga (relevanta) tillsynsmyndigheter i EU:s medlemsstater att medverka i de beslut som ESA fattar. Det reser två frågor: för det första om systemet verkligen kommer att vara så effektivt och snabbfotat som krävs av finansmarknadens utvecklingstakt; och för det andra om vilken roll som nationella kontra EU-intressen kommer att spela vid myndigheternas omröstningar. Även Lannoo (2009) varnar för de tre ESA:s svällande kostym. Han menar att 3L3-kommittéerna redan idag har en alldeles för stor arbetsbörda, vilken kommer att utökas ytterligare när de tre ESA även ska bedriva tillsynsverksamhet och exempelvis bygga upp den nya databasen.

En annan aspekt med relevans för hur mikrotillsynen i EU ska utformas är om utvecklingen på finansmarknaderna har sprungit ifrån det sektorsbaserade tänkandet. När bankerna fortfarande endast bedrev traditionell bankverksamhet så fungerade silomodellen relativt väl. Mot bakgrund av händelseutvecklingen är frågan hur väl modellen fungerar idag. McCarthy (2009) menar till exempel att den institutionella konkurrensen ökar kvaliteten på tillsynen och att avsaknaden av konkurrens visade sig vara en negativ faktor under den senaste krisen. Om det resonemanget är giltigt skulle det indirekt tala för att silomodellen kan fungera väl på europeisk nivå. Masciandaro och Quintyn (2009) menar dock att konkurrensen snarare var en orsak till att amerikanska myndigheter inte lyckades inse allvaret i situationen innan det var för sent.

Kremers och Schoenmaker (2008) och Beetsma och Eijffinger (2009)¹³ argumenterar istället för den målbase-erade modellen. Från den svenska Finansinspektionens sida har dock den målbase-erade modellen kritiserats för att dra upp en "delvis missledande skiljelinje mellan stabilitets- och uppförandefrågor" (Finansinspektionen, 2009; s. 8). Deras poäng är att finanskrisen i huvudsak var en förtroendekris och att förtroende är något som kommer av just uppförande. Av denna anledning bör tillsyn av marknader och företag hålls samman.

Finansinspektionen stödde skapandet av tre olika tillsynsmyndigheter för mikrotillsyn med argumentet att det var den mest pragmatiska och effektivaste vägen framåt. På sikt ansåg dock Finansinspektionen att de tre ESA borde slås samman till en enda myndighet (Finansinspektionen, 2009). de Larosièregruppen öppnar i sin 24:e rekommendation delvis för en framtida konsolidering, men till två (snarare än en) myndigheter som utformas enligt den målbase-erade modellen. I dessa förslag skulle även makrotillsynen inkluderas. I sin nuvarande form sätts den upp i anslutning till ECB men ska samtidigt betraktas som självständig i sin verksamhet.

¹³ Vi går igenom Beetsma och Eijffingers (2009) förslag mer i detalj nedan.

Ny makrotillsyn i EU

Till skillnad från mikrotillsynen finns det ännu så länge få studier som fokuserar på förslaget om att inrätta en Europeisk systemrisknämnd. I de akademiska studier och debattartiklar som hittills har skrivits reses huvudsakligen tre övergripande frågor. En första diskussion rör ESRB:s existensberättigande, samt om och hur makrotillsynen på EU-nivån bäst bör utformas och länkas samman med det existerande ramverket. Här ryms även frågan om vilka möjligheter som finns för ansvarsutkrävande och det nya organets rapporteringsskyldighet. En annan fråga gäller ECB:s roll i den gränsöverskridande tillsynen, med särskilt fokus på målkonflikter mellan pristabilitet och finansiell stabilitet. Den tredje frågan, slutligen, rör kopplingen mellan finansmarknadstillsyn och finansmarknadsreglering, eftersom det ännu saknas en tydlig handlingsplan för att identifiera och bedöma systemrisker.

Den första frågan som lyfts i debatten är om ESRB behövs överhuvudtaget och, om så är fallet, huruvida det nya organet kommer att sköta makrotillsynen på ett effektivt och ändamålsenligt sätt. Med utgångspunkt i att de befintliga tillsynsinstitutionerna inte kunde förhindra den senaste krisen, menar Beetsma och Eijffinger (2009) att hela den finansiella tillsynsstrukturen bör stöpas om i grunden. Författarna argumenterar för att EU bör införa en variant av den målbaserade modellen (se ovan). Ett "European Financial Service Authority", inspirerat av den brittiska finansinspektionen, skulle enligt deras förslag inte bara täcka den gränsöverskridande verksamheten utan hela EU:s finansmarknad. Myndigheten skulle också få långtgående befogenheter att tvinga fram en harmonisering av nationell lagstiftning. Ansvar för att rädda finansiella institut skulle ligga kvar hos medlemsstaterna.

de Larosièregruppen valde i inledningsskedet bort denna lösning, vilket bland annat motiverades med att det skulle vara svårt för en enskild överstatlig myndighet att få nationella regeringar att släppa till offentliga medel för att rädda ett finansiellt institut, i synnerhet när tillsynsansvaret inte ligger hos den myndighet som tvingas betala notan. Gruppens ansats var istället pragmatisk och man valde att utgå från den befintliga strukturen för att därefter undersöka hur de identifierade luckorna i tillsynsstrukturen och finansmarknadsregleringen kunde täppas till på bästa sätt (se Financial Times, 2009). Beetsma och Eijffinger (2009) påpekar också att förslaget är politiskt orealistiskt på kort sikt och menar att det snarare ska ses som en långsiktig målsättning. Det är dock värt att notera att förslaget ligger i linje med de Larosièregruppens rekommendation 24.

Leijonhufvud (2009) ifrågasätter om ESRB kan göra ett bättre jobb med den finansiella stabiliteten än de befintliga internationella organisationerna. Författaren menar att det inte är självklart att det finns ett behov av ytterligare en institution som ska främja finansiell stabilitet. Samarbetsorganet Bank for International Settlements (BIS) och dess sammanslutning Financial Stability Board (FSB)¹⁴ har arbetat med att förebygga systemrisker sedan inrättandet 1999 och har dessutom fått ett utökat mandat efter G20-mötet i London 2009. Därtill publicerar redan IMF, ECB och Bank of England regelbundet finansiella stabilitetsrapporter,¹⁵ utan att de lyckades utfärda konkreta varningar om den annalkande krisen.

Flera bedömare ställer sig skeptiska till att den nya systemrisknämnden kommer att tillgodose behovet av enhetliga och lägliga rekommendationer. Pomerleano (2009) ifrågasätter effektiviteten i det nya makroorganets beslutprocess, givet att det i dagsläget liknar ett "litet parlament". En annan invändning som har lyfts fram är att ESRB:s centralbanksdominans kan förhindra ett "tänkande utanför ramarna". Eftersom alla EU27:s centralbankschefer finns representerade i ESRB:s styrelse kan ECB:s ställning komma att dominera ESRB:s beslutsprocess (Lannoo, 2010; och Pomerleano, 2009). Det faktum att ESRB:s styrelse endast kommer att ges en rådgivande roll i sitt förhållande till ESA och de befintliga nationella myndigheterna ses också som problematiskt. Kritiken motiveras av att mottagarna av ESRB:s rekommendationer endast "förväntas på något sätt reagera" (Pomerleano, 2009; de Vries, 2009; och Europeiska kommissionen, 2009e; s. 5).

Kritiken mot centralbanksdominansen får stöd även av IMF. I sitt svar på den offentliga konsultationen som utlystes inför kommissionens förslag menar IMF att det är bekymmersamt att mottagarna av ESRB:s rekommendationer (centralbanker och nationella tillsynsmyndigheter) även utgör en majoritet i ESRB:s styrkommitté. Det är särskilt relevant med tanke på att beslut fattas med enkel majoritet (med undantag för beslut som rör varningar och rekommendationer, som kräver kvalificerad majoritet; se Europeiska kommissionen, 2009e). IMF tror att sammansättningen kan underminera ESRB:s möjligheter att leverera tydliga och lägliga varningar och rekommendationer till de berörda myndigheterna. I konsultationen framkommer även att företrädare från försäkrings- och tjänstepensionsbranschen stämmer in i samma kritik, eftersom ESRB:s sammansättning riskerar att fokusera för ensidigt på banksektorn. Enligt samma logik betonade konsumentgruppers representanter att konsumentskyddet inte är tillgodosett fullt ut (Europeiska kommissionen, 2009g).

¹⁴ FSB hette tidigare Financial Stability Forum och inrättades efter G20-mötet i april 2009. FSB bedriver och utvecklar reglering och tillsyn som syftar till att förbättra den internationella finansiella stabiliteten. FSB består av företrädare från nationella centralbanker, finansdepartement och tillsynsinstitut från G20-länderna och ett ytterligare antal länder och institutioner.

¹⁵ Även den svenska Riksbanken publicerar sedan 1997 stabilitetsrapporter.

Att ESRB endast har en rådgivande roll leder oss in på diskussionen om möjligheterna till ansvarsutkrävande och institutionens rapporteringsskyldighet. I dagsläget kan ESRB inte utsättas för sanktioner eller bestraffning om man misslyckas med att utföra sitt uppdrag. Pomerleano (2009) menar att ansvarsutkrävande förutsätter att ESRB har fått konkreta verktyg för att hantera och lösa kriser. Han argumenterar för att det ska vara möjligt att använda sanktioner mot systemrisknämnden om den fungerar bristfälligt. En lösning skulle kunna vara att skapa regler som exempelvis uppskjutna ersättningar samt att institutionen får instruktioner om att regelbundet publicera stabilitetsrapporter. Rapporterna skulle möjliggöra jämförelser mellan ESRB:s varningar och de faktiska resultaten. Det skulle också göra ESRB till mer än ett organ "vars legitimitet vilar på dess goda anseende" (Pomerleano, 2009; och Europeiska kommissionen, 2009e; s. 4).

Lannoo (2010) är mer positivt inställd till idén om en europeisk makrotillsyn. Hans argument är att det är svårt att definiera och identifiera systemrisker och att skapandet av ett renodlat rådgivande organ, skilt från centralbanker och finansministrar, därför är den rätta vägen framåt. Däremot uttrycker både Lannoo (2010) och Ejffinger (2009) farhågor om att ESRB:s oberoende från ECB inte kan garanteras, eftersom ESRB:s budget och administration kommer att rymmas i centralbankens befintliga struktur. Till det konstaterandet fogas också att Ekofinrådet och kommissionen endast har representativa roller.

Det leder oss in på frågan om ECB:s roll i den gränsöverskridande tillsynen. Det huvudsakliga argumentet för att involvera en centralbank i finansmarknadstillsynen är att det ger informationsvinster. Tillsynsansvaret kan hjälpa centralbanken att föra en mer effektiv penningpolitik, liksom en mer effektiv krishanteringspolitik (Goodhart och Schoenmaker, 1995; Bernanke, 2007; och Herring och Carmassi, 2008). På minuskontot ska dock läggas att centralbankslösningen av flera skäl kan vara kostsam. Till att börja med kan problemet med *moral hazard* förstärkas när centralbankens makt utökas till att även inbegripa finansmarknadstillsyn. För det andra ökar risken för en målkonflikt mellan penningpolitiska mål och finansstabilitetsmål. Flera författare varnar också för att centralbanken riskerar att förlora en del av sitt förtroendekapital,¹⁶ i synnerhet i ljuset av de målkonflikter som centralbanken förr eller senare måste ta hänsyn till (se bland annat Goodhart och Schoenmaker, 1995; Goodhart, 2000; Padoa Schioppa 2003; Llewellyn, 2005; Herring och Carmassi, 2008; Lannoo, 2008; och Beetsma och Ejffinger, 2009).

Det är emellertid inte självklart att samma argumentation som har förts på nationell nivå kan appliceras på diskussionen om ESRB. I litteraturen utgår man därför ofta från federala lösningar, i synnerhet den amerikanska varianten, där centralbanken Federal Reserve (Fed) ansvarar för gränsöverskridande tillsyn. ECB bedöms i linje med detta resonemang av vissa debattörer vara den av EU:s befintliga institutioner som är bäst lämpad att ansvara för makrotillsynen. Institutionen har redan den relevanta kompetensen och skulle därför vara "det minst kostsamma alternativet" (Le Monde 2009). Möjligtvis har Ekofinrådet av den anledningen också ställt sig mer positivt till en förstärkning av makrotillsynen på EU-nivån, trots kopplingen till ECB. Även ECB:s ordförande, Jean-Claude Trichet, har förordat en ökad roll för ECB i den framtida gränsöverskridande tillsynen och har särskilt lyft fram fördelarna med den amerikanska lösningen (Financial Times, 2008). Trichets ställföreträdare, Lucas Papademos, är intressant nog dock av motsatt uppfattning (Papademos, 2009a).

Bakom oenigheten om ECB:s vara eller inte vara i den europeiska tillsynen ligger den ovan nämnda avvägningen mellan värnandet av prisstabilitet, som är ECB:s enda uppgift i dagsläget, och värnandet av den finansiella stabiliteten, vilket alltså blir den andra uppgiften genom ESRB:s inrättande. Målkonflikten är ett välkänt dilemma inom nationalekonomisk teori (se till exempel Riksbanken, 2009) och dess huvudsakliga innebörd är att den leder till oklarheter om vilket av de två målen om penningpolitisk respektive finansiell stabilitet som ska ges företräde.

de Vries (2009) menar att ESRB:s placering riskerar att hota ECB:s så kallade tvåpelarstrategi, det vill säga att ta hänsyn till både ekonomisk och monetär utveckling i underlaget för penningpolitiken.¹⁷ Han menar att tvåpelarstrategin har visat sig vara mer framgångsrik än andra centralbankers strategier, som enligt honom alltför ensidigt har fokuserat på konsumentprisinflation. Argumentet hämtar kraft från den senaste finanskrisen, då ECB:s tvådelade strategi enligt de Vries var framgångsrik i att identifiera annalkande bubblor i systemet, medan Fed och Bank of England kritiserades för att ha missat den kraftiga inflationen i tillgångspriserna. de Vries (2009) argument är därför att ECB:s oberoende kan hotas eftersom inrättandet av ESRB implicerar att ECB får ytterligare en pelare att ta hänsyn till. Pomerleano (2009) argumenterar för att målkonflikten särskilt kommer att drabba förmågan att förändra de kortsiktiga styrräntorna.

de Grauwe och Gros (2009) föreslår en lösning som innebär att ECB särskiljer de båda målsättningarna

¹⁶ Exempelvis ifrågasattes förtroendet för Bank of England efter krisen med den pan-arabiska banken BCCI i slutet av 1990-talet. Incidenten ledde till att man etablerade Financial Services Authority (FSA) och anförtrorde den nya myndigheten hela tillsynsansvaret. Bank of England behöll ansvaret för finansiell stabilitet (Beetsma och Ejffinger, 2009).

¹⁷ Den ekonomiska analysen bedömer prisutvecklingens bestämningsfaktorer på kort och medellång sikt. Den monetära analysen fokuserar på det långsiktiga sambandet mellan penningmängd och priser (ECB, 2007).

beroende på om EU befinner sig i en kris eller ej, för att på så sätt undvika att det dubbla ansvaret leder till negativa externa effekter. Exempel på sådana effekter har förekommit i den amerikanska tillsynen. Eijffinger (2009) påpekar att Fed har känt sig tvingad att tillhandahålla likviditet när en system viktig bank har riskerat att gå i konkurs, trots att det har fått negativa konsekvenser för den penningpolitiska stabiliteten. Det mest konkreta exemplet är den så kallade *Savings and Loan*-krisen (S&L-krisen) i slutet av 1980-talet. Fed lyfte ut dåliga tillgångar till ett värde av flera hundra miljarder dollar ur balansräkningarna från över 700 sparbanker. Efter S&L-krisen var Feds officiella reporänta lägre än vad som hade varit önskvärt ur ett penningpolitiskt perspektiv.

Den tredje frågan, slutligen, rör avsaknaden av en konkret handlingsplan för att bedöma risker som hotar det finansiella systemets stabilitet och hur behovet av effektiv reglering bäst kompletteras av den nya gränsöverskridande tillsynsstrukturen. Frånvaron av handfasta rekommendationer tolkar de Vries (2009) som en bekräftelse på att det finns ett behov av att fastställa någon form av operativ systemriskdefinition. Definitionen skulle kunna vara en naturlig förlängning av enskilda bankers riskbegrepp (*Value at Risk*) upphöjd till systemnivå. En alternativ åtgärd kan vara att beräkna sannolikheten för en kollaps av de banker i systemet som har sämst likviditet. Det skulle även vara användbart för ESRB att få tillgång till indikatorer som varnar för tilltagande systemrisk, till exempel uppgångar i konsument- och tillgångspriser, penningpolitisk expansion, fallande kreditvärdighet och höga ersättningssystem i banker.¹⁸ Frågan illustrerar behovet av att implementeringen av det nya ramverket för finanstillsyn kompletteras med samtidiga reformer av finansmarknadsregleringen.

Som svar på frågan om varför EU inte lämnar övervakningen av systemrisk till FSB, menar kommissionen att den fördjupade integrationen av EU:s inre marknad motiverar behovet av ett enhetligt organ på EU-nivå. ESRB kommer därför att komplettera FSB:s arbete med att främja den globala finansiella stabiliteten. Kritiken mot ESRB:s centralbanksdominans bemöts med exempel från länder där centralbanker ansvarar för makrotillsynen. Då ECB ansvarar för EU:s penningpolitik bör man också ha en framträdande roll i ESRB och för att inte stänga ute medlemsländer som inte ingår i eurozonen måste alla EU27:s centralbankschefer ingå. Den breda sammansättningen i ESRB har bedömts som nödvändig för att försäkra sig om att det finns ett globalt makrotillsynsperspektiv i organets riskbedömningar. ESRB måste därför inkludera alla aktörer som kan bidra med relevant information och expertis.

Kommissionen är heller inte särskilt bekymrad över målkonfliktskritiken, utan påpekar att båda uppgifterna har funnits i en och samma institution i många länder utan att det har lett till några påtagliga konflikter. De eventuellt negativa aspekter som kan uppstå uppvägs enligt kommissionens argumentering av fördelen med att centralbanksexpertisen finns tillgänglig för det dagliga tillsynsarbetet. Det poängteras också att ESRB kommer att bli en väl avgränsad myndighet och att dess eventuella beroende av ECB balanseras av att man är ansvarig inför ministerrådet och Europaparlamentet.

Den kritik som kommissionen har haft störst problem att bemöta rör ESRB:s begränsade inflytande genom att organet endast får en rådgivande roll. Svaret blir att den höga kvalitet som systemrisknämndens arbete uppvisar ska generera "moraliska incitament" att följa ESRB:s rekommendationer. Om rekommendationerna inte följs måste den aktuella myndigheten förklara och motivera sitt beslut (Europeiska kommissionen, 2009h).

Implikationer för ESRB

Efter att ha gått igenom litteraturen på området verkar det stå klart att ESRB:s framtida oberoende av ECB inte kan tas för givet, även om det politiska oberoendet kan tryggas. Det är värt att ställa sig frågan om hur ESRB:s arbete påverkas om kritikernas farhågor blir verklighet. De Vries (2009) liknar situationen vid ett ECB som saknar förmågan att själv sätta eurozonens styrränta, utan istället får finna sig i att komma med rådgivande förslag till EU:s nationella banker om hur de ska föra sin penningpolitik. Eftersom nationella intressen i kris-tider ofta ges företräde framför europeiska intressen, finns det risk för att framtida rekommendationer från ESRB ignoreras när de behövs som bäst. Om denna förutsägelse skulle visa sig vara sann, gör ESRB bäst i att koncentrera sig på att samla in information om de samlade riskexponeringarna i det finansiella systemet och sprida informationen till marknaden. Till syvende och sist är det just denna funktion som är viktig; att överbrygga informationsklyftan mellan investerare och låntagare (de Vries, 2009).

Om ESRB inte lyckas i sin främsta uppgift – att skicka ut tidiga varningssignaler för tilltagande systemrisk i syfte att stabilisera finanssektorn – menar Leijonhufvud (2009) att EU istället bör koncentrera sig på effektiv reglering av den gemensamma finansmarknaden. Mer specifikt efterlyser han reformer som motverkar så kallad procyklikaltitet, det vill säga systemets tendens att förstärka konjunktursvängningarna. Dessutom måste ett regelverk för banker och finansinstitut som är "för stora för att tillåtas falla" (*too big to fail*) utformas, ett arbete som ännu bara har påbörjats.

¹⁸ När man slutligen har definierat systemrisk operationellt kan instrument som kapitalkrav, diversifiering och likviditets- och skuldsättningsgrad utarbetas för att begränsa dessa systemrisk.

Avslutande kommentarer

Litteraturöversikten visar att det finns ett flertal aspekter som kan bli problematiska i den tillsynsreform som i skrivande stund tröskas genom Europaparlamentet. Enligt litteraturen handlar de främsta problemen om den heterogena tillsynsstrukturen i EU27, vilket kan leda till förtroendeproblem och, i förlängningen, funktionsstörningar; att ESRB endast har en rådgivande roll; samt att makroorganets kopplingar till ECB i förlängningen kan försvaga det starka oberoende som centralbanken har byggt upp sedan starten.

En kritik som träffar både makro- och mikrotillsynen är att den institutionella uppbyggnaden kommer att rymma en stor mängd aktörer, vilket kan leda till en trögare process. I fallet ESRB är det dessutom samma personer som både beslutar om och står som mottagare av organets varningar och rekommendationer. Problematiken blir än mer påtaglig mot bakgrund av att besluten fattas med enkel majoritet, vilket innebär en förstärkning av centralbanksdominansen.

Samtidigt måste det betonas att det ännu endast finns ett fåtal studier som behandlar just makrotillsynen på EU-nivån. Det försvårar naturligtvis analysen av det nyinrättade ESRB och innebär också att vi ännu inte har någon empiri att falla tillbaka på. Ett angränsande problem är att EU är – och lär under överskådlig framtid förbli – *sui generis*. Det innebär konkret att det är svårt att applicera befintliga tillsynsmodeller på EU-nivån.

En avslutande reflektion om analysen av EU:s framtida tillsynsstruktur gäller det kritiska perspektivet i denna artikel. Ansatsen följer av att litteraturen fokuserar på problemen i långt högre grad än lösningarna. Det är därför värt att notera att den allt djupare finansmarknadsintegrationen kräver lösningar som internaliserar de negativa, gränsöverskridande externa effekter som processen föranleder. Men på frågan om nästa kris kan undvikas, eller ens mildras, tack vare den process som nu har inletts, kan naturligtvis ingen ge ett säkert svar.

Referenser

- Abrams, R.K., och M.W. Taylor, 2002, Assessing the Case for Unified Sector Supervision, FMG Special Papers No. 134, Financial Markets Group, London School of Economics
- Arnone, M., och A. Gambini, 2007, Architecture of Supervisory Authorities and Banking Supervision, i Masciandaro, D., och M. Quintyn, (red.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Edward Elgar, Cheltenham
- Beetsma, R., och S. Ejffinger, 2009, The Restructuring of Financial Supervision in the EU, *European View*, No. 8 2009, s. 3–12
- Bernanke B., 2007, Central Banking and Banking Supervision in the US, Allied Social Sciences Association, Annual Meeting, Chicago
- Briault, C., 1999, The Rationale for a Single National Financial Services Regulator, Financial Services Authority Occasional Paper, Series 2
- de Larosière, J., L. Balcerowicz, O. Issing, R. Masera, C. McCarthy, L. Nyberg, J. Pérez och O. Ruding, 2009, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 25 februari, Bryssel
- de Vries, C., 2009, The Systemic Risk Board: A Return to the EMS, *Euro Intelligence*, 30 september
- Cihák, M., och R. Podpiera, 2007, Experience with Integrated Supervisors: Governance and Quality of Supervision, i Masciandaro D., och M. Quintyn, (red.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Edward Elgar, Cheltenham, 309–341
- ECB, 2007, Prisstabilitet – Eurosystemets mål, http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.sv.html, hämtad 12 april 2010
- Ejffinger, S., 2009, Adjustments to the Accountability and Transparency of the European Central Bank, Directorate General for Internal Policies, september, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009a, Communication from the Commission, European Financial Supervision, COM(2009) 252 final, 27 maj, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009b, Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om inrättande av en europeisk bankmyndighet, KOM(2009) 501 slutlig, 2009/0142 (COD) C7–0169/09, 23 september, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009c, Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om inrättande av en europeisk försäkrings- och tjänstepensionsmyndighet, KOM(2009) 502, 2009/0143 (COD) C7–0168/09, 23 september, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009d, Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om inrättande av en europeisk värdepappers- och marknadsmyndighet, KOM(2009) 503 slutlig, 2009/0144 (COD) C7–0167/09, 23 september, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009e, Förslag till Europaparlamentets och rådets förordning om makroprudentiell tillsyn över det finansiella systemet på gemenskapsnivå och om inrättande av ett Europeiskt systemriskråd, KOM(2009) 499 slutlig, 2009/0140 (COD) C7–0166/09, 23 september, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009f, Förslag till rådets beslut om att ge Europeiska centralbanken särskilda uppgifter för Europeiska systemriskrådets verksamhet, 2009/0141 (AVC), KOM(2009) 500 slutlig, 23 september, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009g, Summary of Replies Received to the public consultation on the Commission Communication of 27 May on European Financial Supervision, augusti, Bryssel
- Europeiska kommissionen, 2009h, Financial Supervision – Frequently Asked Questions, IP/09/836, 27 maj, Bryssel
- Europeiska rådet, 2009, Ordförandeskapets slutsatser, Europeiska rådet i Bryssel den 18–19 juni 2009, 11225/2/09, REV 2
- De Luna Martinez, J., och T. A. Rose, 2003, International Survey of Integrated Financial Sector Supervision, Policy Research Working Paper Series, No. 3096, Världsbanken, Washington
- Ekofin, 2010, Förslag till rådets förordning om särskilda uppgifter för Europeiska centralbanken med avseende på Europeiska systemrisknämndens verksamhet – Text efter ändringar för att följa fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (EUF-fördraget), Interinstitutionellt ärende 2009/0141 (CNS), 5551/10, 21 januari, Bryssel
- Financial Times, 2008, Jean-Claude Trichet Interview Transcript, av Ralph Atkins och Lionel Barber, 15 december
- Financial Times, 2009, FT Interview: Jacques de Larosière, av Nikki Tait, 18 mars
- Finansinspektionen, 2009, Framtida tillsynsstruktur i EU, Rapport med anledning av regeringens uppdrag till Finansinspektionen att analysera tillsynssamverkan m.m., promemoria, Dnr: 09–2126–600, 27 mars, Stockholm
- Fleming, A., D. T. Llewellyn, och J. Carmichael, (red.), 2004, *Aligning Financial Supervision Structures with Country Needs*, World Bank Publications, s. 19–85, Världsbanken, Washington
- Gerling, K., H. P. Gruner, A. Kiel, och E. Schulte, 2005, Information Acquisition and Decision Making in Committees: A Survey, *European*

- Journal of Political Economy*, Elsevier, Vol. 21, Issue 3, s. 563–597
- Goodhart, C. A. E., (red.), 2000, *Which Lender of Last Resort for Europe?* Central Banking Publications, London
- Goodhart, C. A. E., 2007, Financial Supervision from an Historical Perspective: Was the Development of Such Supervision Designed, or Largely Accidental? i Mayes, D. G., och G.E. Wood, *The Structure of Financial Regulation*, Routledge, London
- Goodhart, C., och D. Schoenmaker, 1995, Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated? *Oxford Economic Papers*, Oxford University Press, Vol. 47, Issue 4, s. 539–60
- Hardy, D., 2009, A European Mandate for Financial Sector Supervisors in the EU, IMF Working Paper WP/09/5, Internationella valutafonden, Washington
- Herring, R. J., och J. Carmassi, 2008, The Structure of Cross-Sector Financial Supervision, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 17, Issue 1, s. 51–76
- Hüpkens, E. H. G., M. Quintyn, och M. Taylor, 2005, The Accountability of Financial Sector Supervisors: Theory and Practice, *European Business Law Review*, Vol. 16, s. 1575–1620
- Kane, E. J., 1996, De Jure Interstate Banking: Why Only Now? *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 28, No. 2, s. 141–61
- Kremers, J., och D. Schoenmaker, 2008, Toezicht op banksektor; Kredietcrisis wijst op systeemfout, Het Financieel Dagblad, 23 augusti, Bryssel
- Lannoo, K., 2008, Concrete Steps towards More Integrated Financial Oversight, CEPS Task Force Report, december, Bryssel
- Lannoo, K., 2009, The Road Ahead after de Larosi re, CEPS Policy brief, No. 195, 7 augusti, Bryssel
- Lannoo, K., 2010, Comparing EU and US Responses to the Financial Crisis, ECMI Policy brief, No. 14, januari, Bryssel
- Le Monde, 2009, La BCE est pr te   prendre de nouvelles responsabilit s, 7 januari
- Leijonhufvud, A., 2009, Macroprudential Illusions, *Euro Intelligence*, 4 september
- Llewellyn, D. T., 2005, Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues, i Fleming A., D. T. Llewellyn och J. Carmichael, (red.), *Aligning Financial Supervision Structures with Country Needs*, World Bank Publications, Washington
- Masciandaro, D., M. Nieto, och M. Quintyn, 2009, Will they Sing the Same Tune? Measuring Convergence in the New European System of Financial Supervisors, IMF Working Papers, No. 09/142, Internationella valutafonden, Washington
- Masciandaro, D., och M. Quintyn, 2009, Reforming Financial Supervision and the Role of Central Banks: A Review of Global Trends, Causes and Effects (1998–2008), IMF Working paper
- McCarthy, C., 2009, Britain is not a Regulatory Island, *Financial Times*, 1 april
- Padoa Schioppa, T., 2003, Financial Supervision: Inside or Outside the Central Banks? i Kremers J., D. Schoenmaker och P. Wierds, (red.), *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham
- Papademos, L., 2009a, Copying the Fed is not the Way for the ECB, *European Voice*, 8 januari
- Papademos, L., 2009b, Financial Stability and Macro-Prudential Supervision: Objectives, Instruments and the Role of the ECB, tal vid konferensen The ECB and its Watchers XI, 4 september, Frankfurt
- Pettersson, O., 2009, N r musiken tystnar – om den globala finanskrisen, Ekonomisk politik, juni, LO, Stockholm
- Pomerleano, M., 2009, What International Experience Tells us about Financial Stability Regulatory Reforms, *Financial Times*, 21 december
- Quintyn, M., och M. Taylor, 2003, Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability, CESifo, Economic Studies No. 49, s. 259–94
- Quintyn, M., 2007, Governance of Financial Supervisors and its Effects – A Stocktaking Exercise, SUERF Studies 2007/4
- Quintyn, M., S. Ramirez, och M. W. Taylor, 2006, The Fear of Freedom. Politicians and the Independence and Accountability of Financial Supervisors, i Masciandaro D., och M. Quintyn, (red.), *Designing Financial Supervision Institutions: Independence, Accountability and Governance*, Edward Elgar, Cheltenham
- Riksbanken, 2009, Att minska risken f r framtida kriser – ett starkare “macroprudential framework”, Finansiell stabilitet 2/2009
- Sacasa, N., 2008, Preventing Future Crises, *Finance and Development*, Vol. 45, No. 4, s. 11–14
- Schoenmaker, D., 2003, Financial Supervision: From National to European? *Financial and Monetary Studies*, NIBE–SVV, Vol. 22, No. 1
- Schoenmaker, D., 2009, The Financial Trilemma at Work in Europe, Working paper, Duisenberg School of Finance, Amsterdam
- Wall, L. D., och R. A. Eisenbeis, 2000, Financial Regulatory Structure and the Resolution of Conflicting Goals, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 17, 223–245

LISTA ÖVER FÖRKORTNINGAR

Förkortning	Förklaring
BIS	Bank for International Settlements
CEBS	Europeiska banktillsynskommittén
CEIOPS	Kommittén för europeiska myndigheter med tillsyn över försäkringar och tjänstepensioner
CESR	Europeiska värdepapperstillsynskommittén
EBA	Europeiska bankmyndigheten
ECB	Europeiska centralbanken
ECBS	Europeiska centralbankssystemet
EFK	Ekonomiska och finansiella kommittén
EIOPA	Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten
Ekofin	Rådet för ekonomiska och finansiella frågor
EMU	Ekonomiska och Monetära Unionen
ESA	Europeiska tillsynsmyndigheter
ESFS	Europeiskt system för finansiell tillsyn
ESMA	Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten
ESRB	Europeiska systemrisknämnden
Fed	Federal Reserve
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
FSF	Financial Stability Forum (föregångare till FSB)
G20	(Group of Twenty) finansministrar och centralbankschefer från Argentina, Australien, Brasilien, EU, Frankrike, Indien, Indonesien, Italien, Japan, Kanada, Kina, Mexiko, Ryssland, Saudiarabien, Storbritannien, Sydafrika, Sydkorea, Turkiet, Tyskland och USA. EU representeras av ECB och det roterande ordförandeskapet.
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IMF	Internationella valutafonden
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MoU	Memorandum of Understanding

Europapolitisk analys

2010

Rethinking How to Pay for Europe (2010:2epa)
Författare: Iain Begg

Internal and External EU Climate Objectives and the Future of the EU budget (2010:1epa)
Författare: Jorge Núñez Ferrer

2009

The Eastern Partnership:
Time for an Eastern Policy of the EU? (2009:14epa)
Författare: Anna Michalski

Out in the Cold? Flexible Integration and the Political Status of Euro-Outsiders (2009:13epa)
Författare: Daniel Naurin and Rutger Lindahl

From Zero-Sum to Win-Win? The Russian Challenge to the EU's Eastern Neighbourhood Policies (2009:12epa)
Författare: Hiski Haukkala

The CAP and Future Challenges (2009:11epa)
Författare: Mark Brady, Sören Höjgård, Eva Kaspersson och Ewa Rabinowicz

A Legal Analysis of the Global Financial Crisis from an EU Perspective (2009:10epa)
Författare: Sideek Mohamed Seyad

An EU Strategy for the Baltic Sea Region: Good Intentions Meet Complex Challenges (2009:9epa)
Författare: Rikard Bengtsson

What to Expect in the 2009-14 European Parliament: Return of the Grand Coalition? (2009:8epa)
Författare: Simon Hix

The 2009 Swedish EU Presidency:
The Setting, Priorities and Roles (2009:7epa)
Författare: Fredrik Langdal and Göran von Sydow

Varför ska Sverige gå med i EMU? (2009:6epa)
Författare: Lars Calmfors

When Lab Results are not Sufficient:
On the Limitations of Science in Tackling Modern Food Regulatory Concerns (2009:5epa)
Författare: Karolina Zurek

EU alltmer accepterat (2009:4epa)
Författare: Sören Holmberg

Stockholmsprogrammet – ett ambitiöst program för frihet, säkerhet och rättvisa? (2009:3epa)
Författare: Anna Södersten

Democracy Promotion in a Transatlantic Perspective: Reflections from an expert working group (2009:2epa)
Författare: Anna Michalski

Foreign Policy Challenges for the Obama Administration (2009:1epa)
Författare: John K. Glenn

2008

Nya regler om fri rörlighet för patienter (2008:15epa)
Författare: Eva Edwardsson

The Swedish 2009 Presidency
– Possible Policy Priorities (2008:14epa)
Författare: Fredrik Langdal and Göran von Sydow

Lissabonfördraget och den svenska grundlagens reglering av EU (2008:13epa)
Författare: Carl Fredrik Bergström

Lissabonfördraget och "det irländska problemet"
– en snabbare lösning än väntat? (2008:12epa)
Författare: Carl Fredrik Bergström

EU Energy Policy in a Supply-Constrained World (2008:11epa)
Författare: Jacques de Jong and Coby van der Linde

Samstämmighet mellan inre och yttre politik: En utmaning för EU i rollen som global aktör (2008:10epa)
Författare: Anna Michalski

Lissabonfördraget och straffrätten (2008:9epa)
Författare: Ester Herlin-Karnell

The Potential Impact of the Lisbon Treaty on European Union External Trade Policy (2008:8epa)
Författare: Stephen Woolcock

Lissabonfördraget och maktbalansen mellan EU:s institutioner (2008:7epa)
Författare: Joakim Nergelius

Esse, non videri
– företrädesprincipens vara eller icke vara (2008:6epa)
Författare: Ola Zetterquist

Ökat opinionsstöd för EU (2008:5epa)
Författare: Sören Holmberg

The Lisbon Treaty and EMU (2008:4epa)
Författare: Sideek Mohamed Seyad

The Lisbon Treaty and the Area of Criminal Law and Justice (2008:3epa)
Författare: Ester Herlin-Karnell

A Better Budget for Europe: Economically Efficient, Politically Realistic (2008:2epa)
Författare: Filipa Figueira

The Future of the Common European Asylum System: In Need of a More Comprehensive Burden-Sharing Approach (2008:1epa)
Författare: Eiko Thielemann